

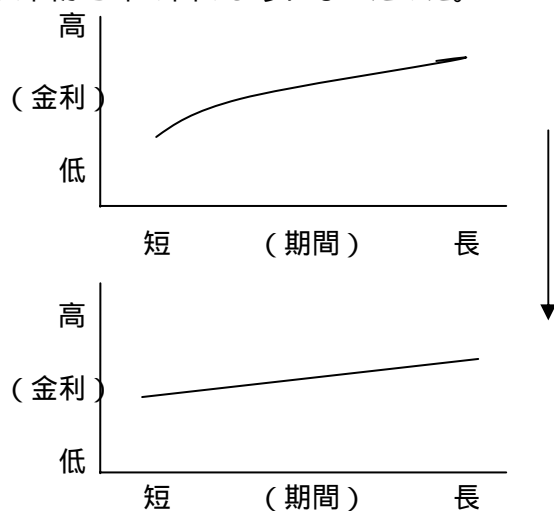
金利は何を語っているか (金利曲線平坦化)

今、国債市場で珍しい現象が発生している。昨年9月、数千億規模で発行された国債「15年物変動利付債」の価格が下落しているのだ。そのため、将来の金利上昇に備え、固定金利の国債から変動金利の国債に買い替えた銀行に損失が発生している。「変動金利で金利上昇のリスクヘッジ」と考えていた銀行は、思わぬ損失発生に頭を抱えていると聞く。一体、何が起こったのだろうか。

変動利付債は、その名の通り長期金利の変動と共に金利が変動する債券である。長期金利が上昇すれば受け取る金利も増える。だから金利上昇に強い商品の筈だった。

それが、量的緩和解除の掛け声と共に値下がりを始めた。先月末時点で94円(簿価100円)まで下落、6%の評価損が発生してしまった。「あれ、あれ、あれれ」というのが買った銀行の偽らざる表情のようだが、この変動利付債の値下がり解く鍵は金利曲線の変化にある。

金利曲線は横文字でイールドカーブと云う。このイールドカーブの平坦化が進んだ。図示すると上の図から下の図のようになったのだ。



一般に、期間が長くなるほど金利は高くなる傾向がある。期間のリスクが加わるからだが、そのためイールドカーブは右肩上がりとなる。ところがいつも右肩上がりという訳ではない。時には平らになったり、逆に右肩下がりになる場合

もある。短期金利の方が長期金利より低くなる右肩下がりカーブを逆イールドと呼ぶが、バブルが崩壊した90年代初めに逆イールド現象が起こった。先行き金利が下がる(資金需要が低下する=不況となる)という見方が市場の大勢となると逆イールドとなるのだが、事実その後不況となることが多い。

今回、そのイールドカーブの平坦化が進んだ。日銀の量的緩和解除観測浸透により中短金利に上昇圧力が加わる一方で、長期債には年金基金や生保等の投資意欲が強いいため期間の長い方の金利はあまり上がらない。結果、イールドカーブが平坦化する。平坦化は、投資家にとって短期に比べて長期の魅力が相対的に低下することを意味する。そして、将来の長期金利上昇を当て込んだ変動利付債の価値が下落した。

今、そんなイールドカーブの平坦化示現が銀行の債券投資に打撃を与えたのだが、実はこの平坦化は日本だけでなく米国や欧州でも起こっている世界的現象でもある。

米国では一昨年来短期金利を3%以上引き上げたが長期金利はびくともしていない。短期金利の代表FF金利は今4.5%だが、10年国債も4.5%前後で動かず横一直線の状況にある。こうした金利の動きをFRB前議長グリーンズパンが「謎」と言って話題となったが、米国や欧州で一足先に起こった平坦化が日本にも及んできたというのだろうか。であるとして、問題は世界的なイールドカーブ・フラット化が何を意味するかということである。

正直に云って私にはよく解らない。ただ、長期資金の投資家(年金や生保)が長期債を買っているから長期金利が上がらない、というのは事実だろう。理由は知らないが、彼らが長期金利はそれほど上がらないと見ているからそうした行動に出ているのだと思う。その行動のどう読めばいいのか。世界の景気悪化を先読みしているのか、それとも新しい現実の到来を予告しているのか。

経験から云えば、金利によって値段が動く債券投資は極めて難しい世界である。株式投資よりずっと難しくずっと怖い。金利が何故そう動くのか、今後どう動くのかよく分からないからだ。だから今回の変動利付債での損失を被ったセクションの担当者には同情を禁じ得ない。